

消费行业研究组

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：黄燕芝

执业证书编号：S1410123120005

投资评级： 增持（上调）

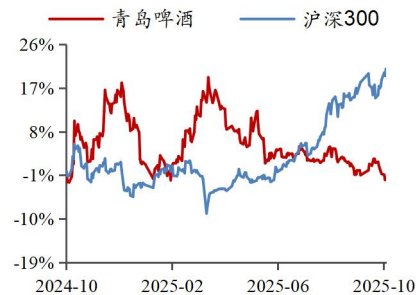
当前价格： 65.57元

市场数据

总股本(百万股)	1364.20
A 股股本(百万股)	709.13
B/H 股股本(百万股)	-/655.07
A 股流通比例(%)	51.98
12 个月最高/最低(元)	82.50/65.10
第一大股东	香港中央结算(代理人)有限公司
第一大股东持股比例(%)	45.01
上证综指/沪深 300	4016.33/4747.84

数据来源：聚源 注：2025 年 10 月 29 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-5.83	-19.77	-23.89
绝对收益	-1.49	-4.97	-4.12

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深 300 相比

相关研究报告

- 江海证券-公司点评报告-青岛啤酒-600600: 2024 年三季报点评: 销量承压, 吨单价维持相对稳定 - 2024.11.12
- 公司点评报告-青岛啤酒-600600: 2024 年中报点评: 需求端阶段性承压, 盈利能力持续提升 - 2024.09.27

青岛啤酒 600600.SH

食品饮料行业

2025 年三季报点评：产品结构持续优化升级，盈利能力提升

事件：

公司发布 2025 年三季度业绩报告。报告显示，2025 年前三季度公司实现营业收入 293.67 亿元，同比+1.41%，归母净利润 52.74 亿元，同比+5.70%，扣非归母净利润 49.22 亿元，同比+5.03%。拆分单季度来看，2025Q3 实现营业收入 88.76 亿元，同比-0.17%，归母净利润 13.70 亿元，同比+1.62%，扣非归母净利润 12.90 亿元，同比+2.41%。

投资要点：

◆根据国家统计局数据，2025 年 1-9 月啤酒累计产量为 3095.20 万千升，同比增长 5.63%，其中 9 月啤酒产量为 303.70 万千升，同比增长 4.58%。2025 年前三季度公司实现产品销量 689.4 万千升，同比增长 1.6%，前三季度销量实现小幅增长。其中主品牌青岛啤酒实现产品销量 399 万千升，同比增长 4.1%，中高端以上产品实现销量 293.5 万千升，同比增长 5.6%。2025 年前三季度公司中高端以上产品销量占比 42.57%，同比提升 1.61pct。主品牌及中高端以上产品增速表现优于公司整体销量增速表现，且中高端以上产品销量占比提升，公司产品结构持续调整优化升级。

◆盈利能力方面，2025 年前三季度公司毛利率 43.66%，同比+1.90pct，净利率 18.40%，同比+0.68pct。公司毛利率提升主要系公司产品结构持续优化升级。2025 年前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为 11.58%/3.27%/0.27%，同比-0.23pct/+0.03pct/+0.07pct，公司费用率水平维持相对稳定。

◆未来公司将持续推进品牌和产品结构的优化，加速培育大单品和开发新品类。青岛主品牌围绕“1+1+1+2+N”产品矩阵发展，中高端以上产品系列如青岛白啤、高端鲜啤 1L 铝瓶产品保持高速增长。今年研发上市了“樱花味白啤、浑浊 IPA 及全麦国潮、全麦逸品”等多款特色产品，未来仍将会持续研发更多特色产品以满足消费者的需求。

◆估值和投资建议：预计 2025-2027 年收入分别为 329.55/338.91/349.20 亿元，预计 2025-2027 年收入增速 2.54%/2.84%/3.04%，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 47.95/51.65/54.82 亿元，归母净利润增速分别为 10.35%/7.73%/6.13%，对应 PE 为 18.6/17.2/16.3X，上调至“增持”评级。

◆风险提示：行业竞争加剧，原材料和包材价格波动，经济复苏不及预期。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33,936.52	32,137.83	32,955.25	33,890.91	34,919.96
增长率 (%)	5.49%	-5.30%	2.54%	2.84%	3.04%
归母净利润(百万元)	4,267.85	4,344.98	4,794.86	5,165.45	5,481.94
增长率 (%)	15.02%	1.81%	10.35%	7.73%	6.13%
ROE (%)	15.39%	15.04%	15.50%	15.22%	14.80%
EPS 最新摊薄	3.13	3.19	3.51	3.79	4.02

(元/股)					
P/E (倍)	20.87	20.50	18.57	17.24	16.25
P/B (倍)	3.24	3.06	2.89	2.64	2.42

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29612	25189	27674	31732	35641
现金	19282	17979	20395	24416	28178
应收票据及应收账款	100	102	106	108	112
其他应收款	184	83	191	91	200
预付账款	211	242	222	255	237
存货	3540	3576	3553	3655	3709
其他流动资产	6294	3206	3206	3206	3206
非流动资产	19644	26231	25491	24766	24045
长期股权投资	365	392	418	446	475
固定资产	11160	11818	11334	10833	10316
无形资产	2493	2684	2538	2404	2280
其他非流动资产	5627	11338	11202	11082	10973
资产总计	49256	51420	53165	56497	59686
流动负债	16918	17522	17342	17623	17623
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3146	3271	3159	3342	3299
其他流动负债	13772	14252	14183	14282	14325
非流动负债	4083	4039	4039	4039	4039
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4083	4039	4039	4039	4039
负债合计	21001	21561	21380	21662	21662
少数股东权益	805	799	931	1067	1212
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	4207	4198	4198	4198	4198
留存收益	21735	23351	25465	27614	29730
归属母公司股东权益	27449	29060	30854	33769	36812
负债和股东权益	49256	51420	53165	56497	59686

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2778	5155	4897	5757	5578
净利润	4348	4492	4926	5301	5628
折旧摊销	1126	1180	1101	1136	1172
财务费用	-457	-568	-387	-484	-603
投资损失	-172	-118	-161	-155	-152
营运资金变动	-1807	475	-210	241	-150
其他经营现金流	-260	-307	-373	-282	-317
投资活动现金流	-3463	-7422	176	31	19
资本支出	1618	2141	335	383	422
长期投资	-3295	-6624	-26	-28	-29
其他投资现金流	1450	1343	537	441	470
筹资活动现金流	-2868	-2983	-2657	-1767	-1835
短期借款	-225	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	53	-9	0	0	0
其他筹资现金流	-2696	-2974	-2657	-1767	-1835
现金净增加额	-3548	-5246	2416	4021	3762

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33937	32138	32955	33891	34920
营业成本	20817	19210	19247	19460	19878
营业税金及附加	2387	2328	2422	2462	2522
销售费用	4708	4603	4647	4846	5063
管理费用	1519	1407	1410	1417	1432
研发费用	101	103	115	136	157
财务费用	-457	-568	-387	-484	-603
资产和信用减值损失	-97	-35	-3	-4	-2
其他收益	391	501	498	483	468
公允价值变动收益	230	200	212	202	211
投资净收益	172	118	161	155	152
资产处置收益	179	4	164	84	108
营业利润	5737	5843	6533	6975	7407
营业外收入	23	73	37	38	43
营业外支出	13	35	18	20	21
利润总额	5746	5881	6552	6993	7428
所得税	1398	1390	1626	1692	1801
净利润	4348	4492	4926	5301	5628
少数股东损益	80	147	132	136	146
归属母公司净利润	4268	4345	4795	5165	5482
EBITDA	6382	6466	7229	7608	7962
EPS (元)	3.13	3.19	3.51	3.79	4.02

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	-5.3	2.5	2.8	3.0
营业利润(%)	14.7	1.9	11.8	6.8	6.2
归属于母公司净利润(%)	15.0	1.8	10.4	7.7	6.1
获利能力					
毛利率(%)	38.7	40.2	41.6	42.6	43.1
净利率(%)	12.8	14.0	14.9	15.6	16.1
ROE(%)	15.4	15.0	15.5	15.2	14.8
ROIC(%)	12.7	12.3	13.3	13.1	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	42.6	41.9	40.2	38.3	36.3
净负债比率(%)	-54.7	-47.6	-52.5	-59.4	-64.3
流动比率	1.8	1.4	1.6	1.8	2.0
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	308.5	316.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.5	6.4	12.6	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.13	3.19	3.51	3.79	4.02
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	3.78	3.59	4.22	4.09
每股净资产(最新摊薄)	20.12	21.30	22.62	24.75	26.98
估值比率					
P/E	20.9	20.5	18.6	17.2	16.2
P/B	3.2	3.1	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	11.4	11.4	9.9	8.9	8.0

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。